

第3章 メキシコの対外債務累積問題と新自由主義経済改革のインパクト

著者	星野 妙子
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	587
雑誌名	メキシコのビジネスグループの進化と適応：その軌跡とダイナミズム
ページ	91-126
発行年	2010
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00011484

第3章

メキシコの対外債務累積問題と 新自由主義経済改革のインパクト

1982年の対外債務累積問題の発生を端緒とする経済危機は、メキシコ政府に、国内市場保護、外資規制、大きな政府を特徴とする従来の戦略から、貿易自由化、外資規制緩和、小さな政府を特徴とする新戦略へと、開発戦略の180度転換を促す契機となった。それによりメキシコは、経済グローバル化の世界の流れに急速に包摂されていった。その結果、ビジネスグループは厳しい国際競争に晒されることになった。本章においては、外部環境の変化により、ビジネスグループにどのような変化が引き起こされたのかを、1982年以降のビジネスグループの事業再編過程の検討により明らかにする。

本書が検討対象とする20グループのうち、15グループは1981年までにビジネスグループとしての実体を備えていた。残る5グループが、1982年以降に台頭したグループである。保護体制から経済グローバル化への移行に臨み、第1世代、第2世代から成る15グループと、新たに台頭した5グループは異なる課題を抱えていた。15グループの課題は2つ、第1に石油ブーム期の急成長の負の遺産である対外債務問題の解決、第2に競争激化への対応である。一方、新興5グループの課題は、経済体制の転換期に特有の事業機会を掴みビジネスグループを構築することにあった。保護体制下で成長したビジネスグループでは大規模な事業再編が、一方、新興グループでは事業構築が、相互に関連しあいながら進化した。

移行期はビジネスグループの淘汰と再生、台頭の時期でもあった。本章の第1の課題は、この点を確認することにある。そして第2の課題は、保護体制下で成長したビジネスグループの命運を淘汰と再生に分けた要因、ならび

に20グループの再生あるいは台頭の要因を明らかにすることにある。

第1節 ビジネスグループ・ランキングの上位グループの入れ替わり

まず最大手ビジネスグループの陣容の変化について述べたい。第1章で2007年の企業ランキング上位50社のなかから24の民族系企業・グループを抽出する作業を行った（表1-1、40-41ページ）。『エクспанション』誌のデータを用いて1983年についてそれと同じ作業を行ったのが表3-1である。企業ランキング上位50社に入る民族系企業・グループは28存在した。2つの表を比較してみると、1983年から2007年の24年間に最大手のビジネスグループが大きく入れ替わっていることが明らかになる。

第1に、2007年までに単独の事業体としてはランキング表から姿を消した企業・グループが、半数の15にも達したことがある。その理由は、外資による買収が8件（マイノリティ出資から100%外資に変化したものを含む）、実質的に外資系企業だった外資マイノリティ出資企業がメキシコから撤退したものが1件、他のビジネスグループによる買収が6件であった。最後の6件で買収する側にまわったビジネスグループは、いずれも2007年の上位20に入るグループで、このうち4件は1982年以降にビジネスグループを形成したカルソ、ソリアーナ、サリナス、コッペルであった。

第2に、企業ランキング上位50から脱落する企業・グループが6社に上った。たとえば1983年に4位に位置するデスクは、第2章で述べたように、創業者が政府に、持株会社に対する税制優遇措置を定めた大蔵省令の制定を働きかけ、その結果設立されたグループであったが、ビジネスグループ中の順位を2007年には31位にまで落としている。

第3に、本書の分析対象グループのうち、1983年のリストにも登場していたのは、アルファ、フェムサ、ビトロ、グルーポ・メヒコ、ビンボー、セメックス、リベルプールの7グループに限られ、しかもこのうち順位を上げた

表3-1 1983年上位28の民族系企業・グループ¹⁾の2007年までの変化

順位	1983年の上位28民族系企業・グループ名	売上高 (1983年, 10億ペソ)	2007年の民族 系企業・グル ープ中の順位	備考
1	Grupo Industrial Alfa (アルファ)	152	4	
2	Valores Industriales (フェムサ)	88	3	
3	Vitro (ビトロ)	98	19	
4	Desc Soc. de Fomento Industrial ²⁾	56	31	
5	Aurrerá	67	—	外資により買収
6	Celanese Mexicana (外資マイノリティ出資)	59	—	外資100%出資に
7	Cydsa	50	71	
8	Grupo Industrial Minera México (グルーボ・メヒコ)	50	7	
9	Gigante	47		ソリアーナにより買収
10	Grupo Industrial Bimbo (ビンボー)	43	9	
11	Grupo Industrias Unidas	34	22	
12	Grupo Cementos Mexicanos (セメックス)	31	2	
13	Grupo Condumex	26	—	カルソにより買収
14	Transportaciones Marítima Mexicana	26	95	
15	Grupo San Cristóbal	26	—	外資により買収
16	El Puerto de Liverpool (リベルプール)	26	13	
17	Salinas y Rocha	25	—	サリナスにより買収
18	Grupo Gamesa	23	—	外資により買収
19	Empresas Tolteca de México	21	—	セメックスにより買収
20	Seguros América	20	—	外資により買収
21	Grupo Nacional Provincial	20	—	バルにより買収
22	Grupo IMSA	20	—	外資により買収
23	Grupo Industrial Saltillo	19	55	
24	Seguros de México	18	—	外資により買収
25	Union Carbide de México (外資マイノリティ出資)	18	—	メキシコより撤退
26	Industrias Purina (外資マイノリティ出資)	17	—	別の外資により買収
27	Sociedad Industrial Hermes	16	80	
28	Fábrica de Calzada Canadá	16	—	コッペルにより買収

(出所) Expansión [1987, 2008], Mercamétrica Ediciones [2008] をもとに筆者作成。

(注) 1) メキシコの企業・企業グループ上位50に入る民族系企業とビジネスグループ。

2) 現社名は Kuo。

のは、グルーボ・メヒコ、ビンボー、セメックスの3グループのみであった。ビトロの場合は、1983年の3位から2007年の19位にまで順位を下げた。

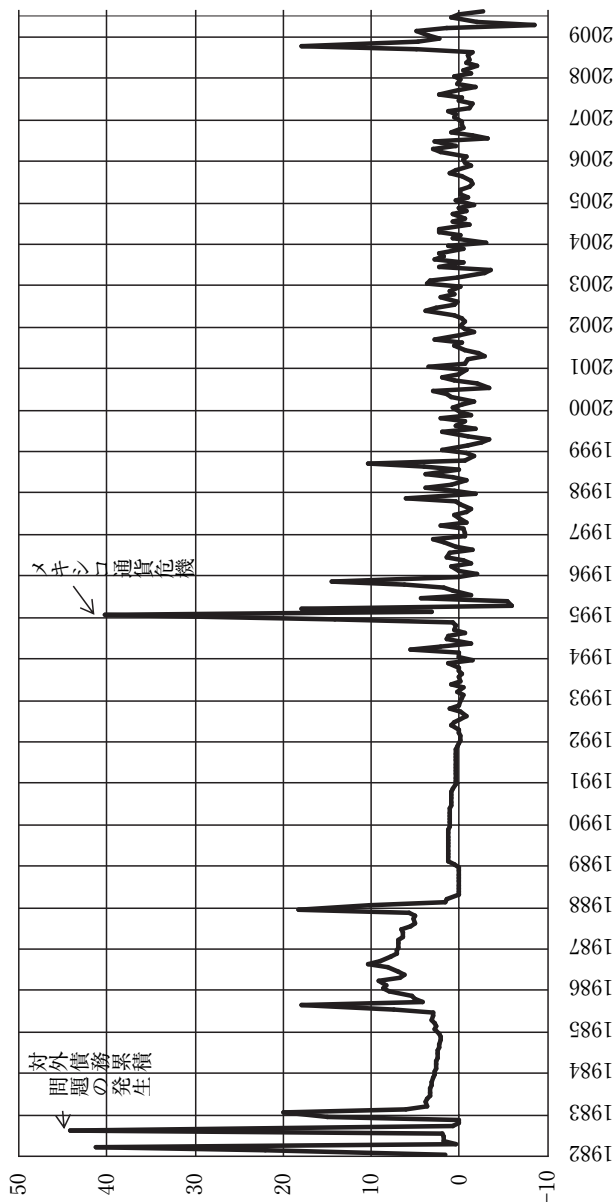
1983年から2007年までの間に上位ビジネスグループがなぜ大きく入れ替わったのか。その要因としては、次のようなものが考えられる。

まず、ビジネスグループの浮沈の要因のうち「沈」の要因、すなわちそれまで上位にあった企業やグループが順位を落とした、あるいは買収された要因として、第1に対外債務累積問題をあげることができる。第2章でみたように、多くのビジネスグループは石油ブーム期に對外借入に依拠して事業を拡大し、大なり小なり對外債務を負っていた。ちなみに表3-1の28の企業・グループ中23が、表2-2(78ページ)に示す對外債務をもつ企業と重なる。1982年にペソが暴落するが(図3-1)、それによりペソ建ての債務額は膨張し、ドル収入をもたない重債務企業・グループは債務返済不能に陥った。對外債務問題への対応の成否は、後述のように、その後の企業・グループの命運を大きく左右することとなる。

「沈」の要因として第2に、市場環境の変化がある。1980年代に、ペソの暴落、物価の高騰(図3-2)、政府の財政緊縮政策によりメキシコ経済は深刻な不況に陥った。四半期ごとGDP年間成長率は1982年第3四半期～1983年第4四半期、1986年第2四半期～1987年第2四半期にマイナスを記録している(図3-3)。さらに、政府がそれまでの保護主義を放棄し、新たに打ち出した新自由主義経済改革の一環として貿易自由化と外資規制の緩和を実施したために、1990年代に入ると、国内企業は輸入品との競争や外国企業による買収の脅威に晒されることになった。不況による市場の縮小と競争激化は企業・グループの存続を脅かす要因となった。

第3に、1982年の民間銀行国有化に始まる金融システムの再編がある。一部のビジネスグループは国有化により銀行業からの退出を余儀なくされることとなったが、同時に、この過程において、証券市場の急成長や銀行保有資産の売却など、新たな事業機会が発生したために、新興ビジネスグループの台頭や旧来からあるビジネスグループの事業再編を促進させる要因となった。

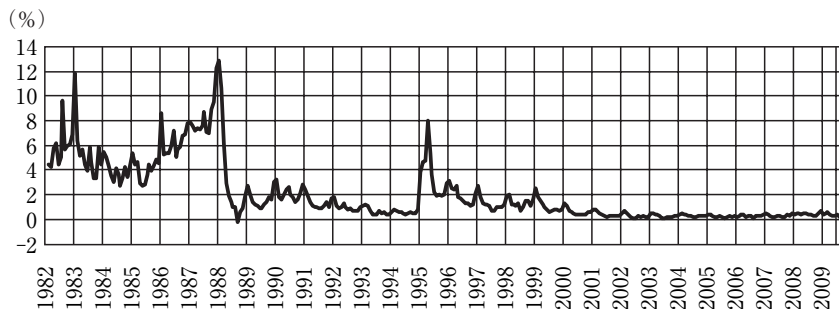
図3-1 対ドル為替レート月間切下げ率 (1982年1月～2009年8月)



(出所) Banco de Información Económica (www.dycnesyp.inegi.or.mx/bdies/bdte)。

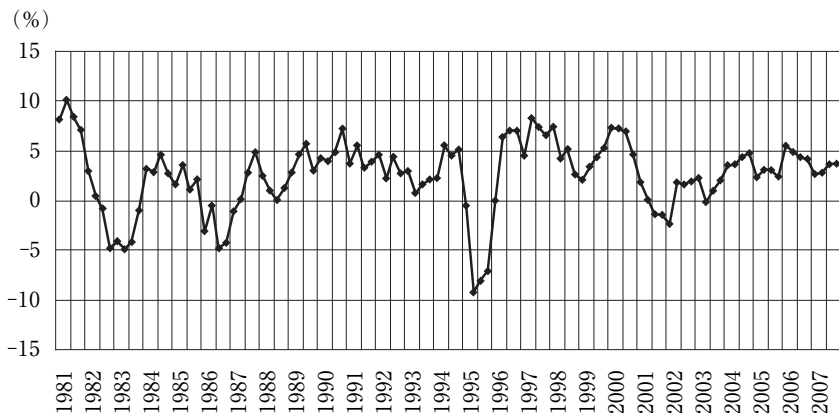
(注) 為替レートは外貨建て債務返済用レート (tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera)。

図3-2 月間消費者物価上昇率（1982年2月～2009年8月）



(出所) 図3-1に同じ。

図3-3 四半期ごと GDP 年間成長率（1981～2007年）



(出所) 図3-1に同じ。

第4に、明らかに「浮」の要因と考えられるのは、同じく新自由主義経済改革の一環として政府により実施された公企業民営化である。これも、新興ビジネスグループの台頭や旧来からあるビジネスグループの事業再編の促進要因となった。

以上の要因のうち、第2節ではビジネスグループの浮沈の外生要因である金融システムの再編、新自由主義経済改革について、第3節では以上のような環境変化に対応した2007年の上位20ビジネスグループの事業再編について

述べたい。

第2節 金融システムの再編と新自由主義経済改革

1. 民間銀行国有化と金融システムの再編

金融システムの再編は1982年9月に実施された民間銀行国有化に始まる。まず国有化の経緯から述べたい。

これまでビジネスグループを中心とした民間部門の対外債務にのみ言及してきたが、実は1982年のメキシコの対外債務累積総額およそ800億ドルのうち、およそ600億ドルは公的債務であった。公的債務累積の要因は、1976年に成立したロペス・ポルティーヨ政権が、石油価格の高騰を背景に、石油収入と対外債務に依拠して積極的な石油開発および重化学工業部門への投資を行ったことによる。しかし金利上昇による対外債務の利子負担の増大、1981年を境とする石油価格の下落による石油収入の減少、金融不安の高まりによるドル投機や資本逃避の発生などの要因により外貨準備が急減し、1982年2月に政府は公的債務の返済不能に陥った（細野・恒川 [1986: 99-101]）。

ドル投機や資本逃避は1981年頃から始まったが、以降、外貨準備の減少、為替レートの再切下げ、ドル投機・資本逃避の悪循環に陥り、経済は危機的状況となった。その結果、1982年9月1日の大統領教書報告の際に、ロペス・ポルティーヨ大統領は、経済危機の最大の責任はドル投機と資本逃避を煽った民間銀行にあると糾弾し、民間銀行の即時国有化を発表するのである（White [1991: 102-103]）。

民間銀行国有化から銀行が再度民営化される1991年までに、メキシコには政府が統轄する銀行を介した金融の流れと証券市場を介した金融の流れの2つが形成された。その経緯は次のとおりである。

国有化直後の9月4日、政府は国有化された銀行が保有する株式を売却し、

売却資金を賠償に充てる旨を表明した。株式の売却先については優先順位がつけられ、第1位が銀行の旧株主、第2位が売却される企業の株主、第3位がすべての銀行の旧株主の順に優先買収権が与えられた。そして残った株式が民間部門と労組に公開された。また賠償金の支払いについても、国有化当初の方針より大幅に増額した賠償を実施した⁽¹⁾。政府の方針が旧株主に譲歩する形で変化したのは、財界からの強い圧力があったことと、経済再建のために政府は財界の信頼を取り戻す必要があったためであった（星野 [1993: 155-156], Hernández Rodríguez [1986: 248-252]）。いくつかの大手銀行の旧株主は、賠償金を用いて銀行の傘下にあった証券会社を中心とする金融機関を買い戻し、活動の場を、当時政府が育成・強化に力を入れていた証券市場に移した。また旧株主の一部は証券界を出自とする企業家と結びつき、出資者として彼らの事業に参画する道を選んだ。

新たな担い手を加えた証券市場は、1980年代後半に未曾有のブームを経験した。このブームは、一方における政府による大量の国債発行と、他方における巨額の資金の証券市場への流入により引き起こされたものであった。政府が大量の国債を発行したのは、対外累積債務と石油価格の下落で膨張した財政赤字を埋め合わせるためであり、一方、証券市場へ流入した資金の出所は、1980年代前半に国外に資本逃避していた資金、銀行国有化まで銀行に預けられていた資金、不況で投資先を失った企業の余剰資金であった（Peñolozza Webb [1989: 514]）。

以上の経緯はビジネスグループの淘汰・再生、台頭に次のような影響を及ぼした。

第1に銀行を傘下にもつビジネスグループは、国有化により銀行業からの退出を余儀なくされた。本書の分析対象では、フェムサ、バル、ビトロがそれに該当する。ただし銀行業からの退出を一概に不利益とは断定できない。それは民間銀行が対外債務問題を抱えていたためである。1982年の民間部門の対外債務累積額がおよそ200億ドルに上ったことは前に述べたが、そのうちの3分の1は民間銀行の債務であった（細野・恒川 [1986: 94]）。賠償金を

支払われて不良資産の切り離しができたことは、事業再編に迅速に着手することを可能にしたという利点もあった。フェムサとビトロは所有していた銀行の関連金融機関を買い戻し、証券市場へ活動の場を移している（星野 [1993: 142-147]）。

第2に証券市場の急成長と、国有化銀行の旧株主との結びつきを得て、証券市場を出自とする企業家を核にビジネスグループが形成されたことである。その代表的事例がカルソであった。カルソは国有化前の二大銀行のひとつバンコメール（Bancomer）の出資者と事業を一部引き継いでいる（星野 [1994: 23-24]）。なお、カルソがバンコメールの事業を買収した経緯については、バンコメールの頭取であった M・エスピノサ（Manuel Espinosa）が、自叙伝で、カルロス・スリムに売却するよう政府から圧力あったことを記している（Espinosa Yglesias [2000: 189]）。

ビジネスグループとの関連で特筆すべき事項は、金融グループの形成である。証券市場に活動の場を移した旧銀行家、証券業界を出自とする企業家は、国有化された銀行が保有していた証券会社、保険会社、保証会社、リース会社などを買収し企業グループを形成した。それらは金融持株会社のもとに統合され、金融グループと呼ばれるビジネスグループを形成する。金融グループは、公企業民営化政策の一環として銀行が1991年に再民営化される際に、落札主体となった。金融持株会社が設立された理由は、政府が銀行再民営化に際して、個人・法人の保有比率を制限したのに対し、企業グループの持株会社の株式保有に制限を設けない方針をとったためであった（安原 [1991: 127]）。フェムサとビトロも金融グループを結成し、再民営化で以前とは別の銀行を落札した（星野 [1993: 142-153]）。

メキシコの金融システムに存在した2つの資金の流れは、銀行の再民営化によって金融グループのもとに再度統合された。ただし金融グループの多くは、フェムサとビトロ傘下の金融グループを含め、1994年のメキシコ通貨危機の際に多額の不良債権を抱えて経営危機に陥り、外資系金融機関に買収された⁽²⁾。

2. 新自由主義経済改革

対外債務累積問題の発生により輸入代替工業化政策の行き詰まりが明らかとなったことから、政府は1980年代中ごろより市場原理主導の新自由主義経済改革を断行する。改革のなかでビジネスグループの事業再編との関係でとくに重要なのが、貿易自由化、外資規制の緩和、公企業民営化であった。

(1) 貿易自由化

貿易自由化はデラマドリー政権期の1985年に開始された。この年に、輸入代替工業化期の国内産業保護の最も重要な手段であった輸入ライセンス制が80%の貿易品目について廃止され、その後も対象品目の削減が続けられた。1986年には長年の懸案であった GATT 加盟が実現した。並行して関税引下げが実施され、1982年には100%であった最高税率が1991年までに20%に引き下げられ、同時に関税率の階梯も従来の16段階から5段階に削減された(Aspe [1993: 156-158])。その結果輸入は、当初は1982年と1986年の為替大幅切下げや深刻な不況の影響で停滞していたが、経済が回復のきざしをみせ、為替の過大評価が進む1988年以降急伸した(星野 [2001: 9])。輸入自由化を進めると同時に、政府は輸出振興にも努めた。輸出奨励策として重要なものに、1985年に導入された輸出企業に対し投入財輸入の免税を認めた一時輸入制度や、関税払い戻し制度などがある(谷浦 [1992: 10])。さらにアメリカ、カナダとの北米自由貿易協定が1992年12月に締結され、1994年1月に発効した。そのほかにも1991年のチリを手始めに、世界の国々と次々に自由貿易協定が締結された。

(2) 外資規制の緩和

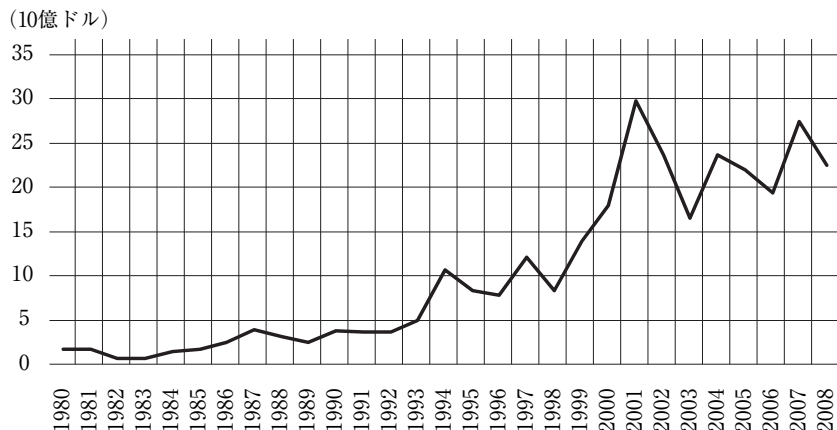
外資規制緩和は1989年の1973年外資法施行細則の公布により始まった。それまで原則外資の参加比率は49%までに制限されていたのが、一定の条件を

満たせば、特定の分野以外については、外資委員会の承認なしで登録のみで100%の出資が可能となった(Aspe [1993: 166-168], 谷浦 [1992: 8])。さらに1993年に、施行細則の内容を盛り込んだ新外資法(Ley de Inversión Extranjera)が制定された。1993年外資法では、政府に排他的に留保される分野(石油・石化燃料部門、基礎石油化学、電力など)、メキシコ人・メキシコ企業に排他的に留保される分野(ラジオ・テレビ・ケーブルテレビ放送、国内旅客・貨物陸上輸送など)、外資の出資比率に上限が課される分野(10%, 25%, 30%, 49%)が規定された。制限分野は1993年から2009年までの4回の改正により狭まっている。たとえば1993年には鉄道は政府の排他的留保分野であったが、民営化により制限が外された。また金融持株会社と銀行は外資出資比率30%までとされたが、1994年通貨危機後の不良債権問題の処理の過程で制限が外され、その多くが外資に買収された。図3-4に示すように、外国直接投資は1993年外資法の公布以降、急増した。

1993年外資法について、ビジネスグループとの関連で特筆すべき事項が2点ある。第1に、外資の投資制限分野に、ビジネスグループの活動業種が含まれている点である。排他的にメキシコ人・メキシコ企業に留保されるラジオ・テレビ・ケーブルテレビ放送、外資の参加が49%までに制限される保険と、固定電話、携帯電話など通信分野のコンセッション会社がそれに該当する。なお携帯電話については、連邦通信法(Ley General de Telecomunicación)において外資委員会の承認があれば外資の50%以上の出資が可能と規定された。これらの業種で活動するビジネスグループは、外国企業との競争圧力や外国企業による買収の脅威に晒される程度が小さいといえる。

第2に、中性投資(Inversión Neutra)という、ビジネスグループの支配株主が経営権を維持しつつ外国投資を受け入れることを可能にする制度が1989年に導入されたことである(BMV [1994: 13])。中性投資は信託機関を介した外国人投資家(個人・法人)のメキシコ企業への投資の制度である。この制度を用いた投資は外資に換算されない。そのために外国人投資家でも投資制限のある分野や株式への投資が可能となる。外国人投資家は信託機関から

図3-4 対内外外国直接投資総額（1980～2008年）



(出所) 図3-1に同じ。

(注) 1993年以前と1994年以降は、算定方法に変更されたため、継続性はない。いずれも外国投資登録（Registro Nacional de Inversiones Extranjeras）にもとづいているが、1993年以前の数字は、①外資委員会の認可額で実施されなかったものも含む、②認可と実施の時期にずれがある、③実質的には設備投資であるマキラドーラの親会社からの設備貸与を投資額に含まない、など、実際の投資額を正確に反映していない問題を有する。

中性投資証券（Certificado de Participación Ordinaria, 以下CPO）を受け取るが、CPOには配当権はつくが議決権はつかない。そのため投資受入れ企業の支配株主にとっては、経営支配権を脅かされずに海外からの投資を呼び込むことができる利点があった。政府の制度導入の意図は、投資制限分野へ外国投資を導入することにあったが、結果的に大株主の経営支配権を保護するメカニズムとしても使われるようになった⁽³⁾。

貿易自由化と外資規制の緩和は、言い換えれば輸入品と外国企業への国内市場の開放であり、ビジネスグループにとっては強力な競争相手の出現を意味した。国内市場における競争激化という状況を前に、ビジネスグループは競争力を強化して生き残るか、さもなければ競争に敗れて姿を消すかの選択を迫られた。新自由主義経済改革はこのようにビジネスグループを競争力強化へと追い込むムチの役割を果たしたが、同時に、輸出奨励策や中性投資制度のようなアメも用意されていた。次に述べる公企業民営化は、競争力強化

に導く最も効果的なアメであったといえる。

(3) 公企業民営化

メキシコ政府は輸入代替工業化政策の一環として、自ら財・サービスの生産に積極的に関与してきた。その際に実際の生産主体となったのが公企業である。エチェベリア政権とロペス・ボルティーヨ政権による積極的な開発投資により、公企業数は急増し、1982年の時点で1115にも達した（星野 [1994: 4]）。公企業は財政赤字の主要な要因であった。そのため経済安定化のために公企業の削減が不可避となり、政府は1982年から公企業の切り離し政策を推進した。その結果1993年5月までに公企業数は213までに減少した。民営化は切り離し政策の一環に位置付けられ⁽⁴⁾、重要公企業の民営化は1988～1993年の期間に集中して実施された。とくに重要なのが、鉱業、鉄鋼、石油化学、肥料、自動車・自動車部品、テレビ放送、電話、空輸、金融などの大規模公企業の民営化であった。

メキシコの公企業民営化の特徴は、取得者のなかで外資の比重が小さかったことであった⁽⁵⁾。その理由は第1に、一部の部門（テレビ放送、電話、金融など）への外資の参加を政府が規制したこと、第2に、民営化の受け皿となる経済主体が国内の民間部門に存在したことがあった。受け皿となったのは、第1・第2世代のビジネスグループ、証券投資ブームで台頭した新興グループ、証券市場に活動の場を移した旧銀行家のグループ、地方の企業家、そしてそれらを組み合わせた多様な連合などであった（星野 [1994: 22-27]）。

表3-2に、分析対象の20グループのうち、公企業を落札したグループとその取得企業名を示した。カルソはメキシコ電話公社（Teléfonos de México: TELMEX）を、サリナスは国营テレビ局（Red Nacional de Televisión）を取得したことが、ビジネスグループとして台頭する重要な要因となった。

表3-2 公企業を落札したビジネスグループと落札企業名・業種

グループ名	落札した公企業名	業種
カルソ	Minera Real de Angeles (30%)	非鉄金属鉱業
	Química Fluor	基礎化学物質
	Tabacos Mexicanos (プラントの一部)	タバコ
	Teléfonos de México	固定電話
フェムサ	Bancomer	銀行
アルファ	Telefaltaos Mexicanos	基礎化学物質
グルーマ	Banco Mercantil de Norte	銀行
バル	Fertimex (プラントの一部)	肥料
	Ferrocarriles Nacionales de México	鉄道
	Línea Coahuila-Durango	
グルーポ・メヒコ	Mexicana de Cobre	非鉄金属鉱業
	Mexicana de Acido Sulfúrico	非鉄金属鉱業
	Cía. Minera de Cananea	非鉄金属鉱業
	Ferrocarriles Pacífico-Norte	輸送
サリナス	Red Nacional de Televisión	テレビ放送
	Televisión de Chihuahua	テレビ放送
	Cía. Operadora de Teatros	映画上映
	Estudios Azteca	映画制作
ビトロ	Banca Serfin	銀行

(出所) 星野 [1994: 10-15, 20] をもとに筆者作成。

第3節 ビジネスグループの事業再編

1. 対外債務問題

2007年の上位20グループのうち、1980年代に巨額の対外債務を負っていたのは、アルファ、フェムサ、ビトロ、バル、グルーポ・メヒコ、セメックスの6グループであった(表2-2参照, 78ページ)。

民間企業の対外債務問題に対するメキシコ政府の対応として特記すべき事項は、民間企業の対外債務を為替切り下げリスクから保護するために、1983年に「為替リスク補てんのための信託基金」(Fideicomiso para la Cobertura de

Riesgos Cambiarios: FICORCA) を設置したことであった。図3-1に示すように1983年後半から1988年前半までは対ドル為替レートが毎月2~10%の幅で恒常的に切り下がっていた時期であり、この措置は民間企業の債務の膨張を押さえるのに重要な役割を果たした (Garrido [1998: 424])。グループ・メヒコを除く5グループはFICORCAが設置されて間もなく利用契約を結んでいる。ちなみにグループ・メヒコは多額の対外債務を抱えていたが返済不能には陥らず、FICORCAも利用しなかった⁽⁶⁾。同グループの活動業種は非鉄金属鉱業であり、鉱産物輸出によるドル収入の存在がそれを可能にしたと考えられる。

5グループのうち、比較的早期に債務問題に片を付けたのがビトロとセメックスであった。ともに非戦略部門を売却し返済資金を確保するとともに、債権銀行との債務繰延交渉の結果、返済期限8年、最初の4年は返済猶予という条件の変動利付債の発行による返済で合意し、条件どおり返済を履行した⁽⁷⁾。債務問題への早期の解決が可能であった要因として、次に述べるアルファやフェムサと比較して、両グループの債務の財務上の負担が小さかった点があげられる。たとえば、1983年の債務・資産比率は、ビトロが54%、セメックスが26%であったのに対し、アルファは93%、フェムサは88%にも達していた (Bolsa Mexicana de Valores [1985a: 360, 376, 470, 496])。

債務問題の決着に時間がかかったのがアルファ、フェムサ、バルのビール部門であるセルベセリア・モクテスマ (Cervecería Moctezuma, 以下セルモック) であった。

アルファの場合は1981年に、政府から異例の救済融資を受けて問題となっている。すなわち、本来公共事業への融資を仕事とする政府系銀行から、破格の融資条件で巨額の融資を受けて、マスコミや国会の与党労働界出身議員や野党議員から攻撃を受けた⁽⁸⁾。しかし政府の支援にもかかわらず、1982年に債務不履行に陥った。アルファの事例は、ビジネスグループのなかで最も債務繰延交渉が難航した事例である。債務は、持株会社、鉄鋼部門の傘下子会社イルサ (Hylsa)、その他の傘下子会社の3つの部分から成っていた。こ

のうち金額の大きい持株会社とイルサの債務問題の最終決着法を述べると⁽⁹⁾、持株会社の場合は1987年に債権銀行団との合意が成立し、一部を現金と債務返済のために発行されたメキシコ政府国債で支払い、主たる部分を債務の資本化、すなわち、増資を行い資本金45%分の株式を債権銀行に渡すこととなった。ただし株式は信託に預託され、期間限定で既存株主に購入優先権が付与された。最終的には45%のうち26%をアルファが割引価格で買い戻し、その分を減資した。残り19%は二次市場において安値で売却された。一方、イルサの場合は1988年に合意が成立し、次の2案から個々の債権者が選択することとなった。3割の債権者が選択した第1案は、債務額の2分の1を15年の繰り延べ返済、3分の1を流動資金発生時に支払い、残りはイルサの株式で返済する案、7割が選択した第2案は、債務額を49%減額のうえメキシコ政府国債で支払うとする案であった（Hoshino [1993: 524-526]）。返済資金を確保するために、アルファは1982年から非戦略部門とみなされた傘下子会社の売却を大々的に実施した。

フェムサ（当時の名称は Valores Industriales: VISA、以下ビサ）の場合は、債権銀行団との最初の合意は返済期間10年、最初の4年は返済猶予の変動利付債で支払うというものだった。しかし経済情勢悪化により返済不能に陥り、1986年に再度の返済繰延を債権銀行に要請した。並行して事業再建が進められ、1986年に存続子会社の中間持株会社としてフェムサが設立され、その他の子会社は売却された。債権銀行との合意は1988年に成立し、フェムサが増資を行い資本金40%分の株式を債権銀行に渡すこととなった⁽¹⁰⁾。その後、購入優先権を行使して8%を買い戻したが、民営化銀行を落札するのに必要な資金の調達のために持株の17%を売却し、ビサのフェムサに対する持株比率は51%となった。その後1998年に株式の交換によりビサ以外のフェムサの株主がビサの株主となるとともに、フェムサはビサの100%子会社となり、さらにビサはフェムサに改称、フェムサはエンプレックス（Grupo Industrial Emprex, Emprex）に改称された⁽¹¹⁾。

バルのビール部門セルモックは1982年に利払いを停止し、1984年に債権銀

行団により破産申請が出された（Hernández Rodríguez [1986: 253]）。3年間支払い停止が続いた後の1985年に、ビサの支配株主がセルモックの過半数株式を取得した。代わりにセルモックの支配株主は、ビサの支配株主により設立された持株会社プロア（Fomento Proa）の株式を受け取った。さらに1988年のフェムサが組織再編を行った際に、セルモックの全株を取得し、セルモックはフェムサのビール部門に統合されることとなった（*El Financiero*, aug. 22, 1988）。その後プロアは清算され、セルモックの支配株主は持ち分をビサの株式で受け取り、その持株は1998年のビサの組織再編時に、第4章で検討するように、信託への預託に移行したと考えられる。ちなみに、バルが主力事業のひとつであったセルモックをグループから切り離さざるをえなかったひとつの要因に、グループの組織構造があった。バルは当時、ビール、非鉄金属鉱業、小売業、保険業の4つの基本型から構成されていたが、複合型の構造であるために4つの基本型が連結決算で結合されておらず、そのためセルモックの損失を他の事業の利益で埋め合わせることができなかったのである（*Expansión* [1984: 22]）。バルの支配株主は、セルモックをフェムサに譲渡し、フェムサに債務問題の解決を委ねるとともに、自らはフェムサの少数株主となる道を選んだ。

対外債務問題への対応の過程で、ビジネスグループは次のような変化を余儀なくされた。

第1に、石油ブーム期に推進した事業多角化の修正を迫られたことである。債務返済の資金を得るために、戦略上必要とみなされた事業以外は売却されたために、多角化の幅は狭まった。その程度は重債務を負ったグループほど大きかった。

第2に、債務返済のひとつの方法として債務の資本化が実施されたために、支配株主は持株比率の低下を余儀なくされたことである。支配株主は株式の買い戻しや複雑な持株構造を作り上げることで、経営権の維持を図った。その詳細は次章で明らかにする。

2. 事業多角化と事業特化

対外債務返済のための外貨の必要と、経済自由化により予想される競争激化に備えるために、第1・第2世代のビジネスグループは債務問題発生直後から事業再編を開始した。その最も重要な手段が、企業の売却・買収であった。事業再編の動きが広範なビジネスグループを巻き込んだものであったこと、国有化された銀行の保有株式の売却が1984年以降開始されたこと、さらに1980年代中頃以降公企業民営化が開始されたこと等の事情が、企業の売却・買収による事業再編を容易にする条件となった。同時に同じ事情が企業買収による新興ビジネスグループの台頭の条件ともなった。

表3-3に1983～2007年の20ビジネスグループによる、メキシコ国内における企業の主要な売却・買収を示した。この表から以下の点が読み取れる。

第1に表の売却企業の件数と買収企業の件数を比べると買収企業が圧倒的に多い。つまり、全体としてみると、上位20グループは企業の売り手側ではなく買い手側に回ったということである。売り手側に回ったのは表3-1に示したような1982年以降に「沈んだ」企業・グループであった。

第2に売却企業の数が多いのはカルソ、フェムサ、アルファ、ビトロの4グループであった。フェムサ、アルファの場合は、1980年代の企業売却は対外債務返済のためのものであった。カルソの場合は、買収した企業の多くを後に売却している点が特徴的である。カルソは安値で買収した企業を高値で売却し利益を得ていた(Martínez Vial [2000: 57-59])¹²⁾。その意味ではカルソは、本書の定義によるところの「コングロマリット」の性格を併せもっているといえる。カルソは1980年代に企業の買収・売却をポートフォリオの売買のように行っていた。ビトロは企業売却を実施する前の1980年代後半から1990年代初頭にかけての一時期、非関連業種の企業買収を活発に行っていた。しかし1990年代後半以降、競争が厳しくなってきたことからガラス製造への事業特化に方針転換し、非関連業種の企業を売却した。

表3-3 20ビジネスグループのメキシコ国内における企業の売却・買収
(1983~2007年)

グループ名	売却企業（業種*）	買収企業（業種*）	備考
カルソ	1997 Fábricas de Papel Loreto y Peña Pobre（製紙）	1981-1983頃 Cigarros Tabacalera Mexicana（タバコ）	後に30%売却
	1998 Cía. Hulera Euzkadi（ゴム製品）	1986 Industrias Nacobre（金属製品, 電気機械, 自動車部品）	
	1998 General Tire de México（ゴム製品）	1986頃 Fábricas de Papel Loreto y Peña Pobre（製紙）	その後売却
	2004 Química Fluor（基礎化学物質）	1988 Minera Real de Angeles（非鉄金属鉱業）	民営化
	2004 Grupo Primex（プラスチック・合成ゴム原料）	1988 Química Fluor（基礎化学物質）	民営化, 後に売却
	2005 Controladora y Administradora de Pastelerías（製パン）	1989 Minera Lampazos（非鉄金属鉱業）	民営化
	2005 Ferrosur（鉄道）	1980年代 Sanborns Hermanos（小売業）	
	2006 Artes Gráficas Unidas（印刷業）	1980年代 Artes Gráficas Unidas（印刷業）	後に売却
	2007 Cigarros Tabacalera Mexicana（タバコ）持株50%から20%へ	1980年代 Porcelanite（磁器製品）	後に売却
	2007 Porcelanite（磁器製品）	1980年代 Empresas Frisco（鉱業, 基礎化学物質）	
		1990 Tabacos Mexicanos（タバコ）	民営化
		1990 Teléfonos de México（固定電話）	民営化
		1991 Cía. Hulera Euzkadi（ゴム製品）	後に売却
		1992 Grupo Condumex（金属製品, 電気機械, 自動車部品）	
		1992 Grupo Aluminio（非鉄金属）	
		1993 General Tire de México（ゴム製品）	後に売却
		1997 Sears Roebuck de México（小売業）	
		1997 Conductores Latincasa（電気ケーブル）	
		1999 Ferrosur（鉄道）	後に売却

表 3 - 3 のつづき

グループ名	売却企業（業種*）	買収企業（業種*）	備考
カルソ		1999 Controladora y Administradora de Pastelerías（製パン） 2003 JCPenny（小売業） 2003 Pastelerías Monterrey（製パン） 2004 Dorian's Tijuana（小売業）	後に売却
セメックス	1985-1992 非セメント事業（鉱業、石油化学、ホテル業）の売却	1987 Cementos Anahuac（セメント） 1989 Empresas Tolteca de México（セメント）	
フェムサ	1985-1987 Productos Alimenticios del Mar, Industrial Marítima, Promotora Oceánica de Atún（以上、漁業・養殖） Operadora Continental de Hoteles, Enricar, Visa de Monterrey（以上、ホテル業） Visa Vivienda, Technogar（以上、建築） 1987-1991 Turismo VISA, Nueva Icacos, Hoteles Exelaris, Cía. Operadora de Joya de Acapulco, Inmobiliaria Cancun Caribe, Hoteles La Mansión（以上、ホテル業） Clemente Jacques, Quesos La Capercutita, Industrias Mafer（以上、食品） Burger Boy（飲食サービス業） Carplastic（自動車部品） 1992 Peñafiel（非アルコール飲料） 2000 Corrugadas Tehuacán（製紙） 2000 Grupo Financiero Bancomer（金融）	1985 Cervecería Moctezuma（ビール） 1991 Bancomer（銀行）	民営化、後に売却

表3-3 のつづき

グループ名	売却企業（業種*）	買収企業（業種*）	備考
アルファ	1981-1988 Kastek, Formacer, PYLSA, HYL （以上、製鉄、金属製品） Televisa（テレビ放送、マイノリティ出資）、 Televisión Independiente de México （テレビ放送） Pom（化学） Philco, Adminral de México, Corporación Industrial Mexicana, Power Eléctrica, Motomex（以上、電気機械） Magna, Maztra（以上、オートバイ） Casolar（ホテル業） Telco, Magatek, Agromak, Tubomak（以上、機械） 1993 Empaques de Cartón Titán（製紙） 2005 Hylsa（製鉄）	1988 Tereftalatos Mexicanos（基礎化学原料） 1995 Grupo Luxor y Mohawk（絨毯・敷物） 1995 Univex（食品）	民営化
グルーマ		1992 Banco Mercantil del Norte（銀行） 1996 Grupo Salcido（製粉） 1996 Harinera La Asunción（製粉）	民営化
バル	1985 Cervecería Moctezuma（ビール）	1989 Refractarios Hidalgo（煉瓦） 1989 Cía. Minera Cedros（非鉄金属鉱業） 1990-1992頃 Fertimex, Torreón プラント（肥料） 1995 Médica Móvil（医療サービス） 1998 Ferrocarriles Nacionales de México Línea Coahuila-Durango（鉄道）	民営化 民営化 民営化

表 3 - 3 のつづき

グループ名	売却企業（業種*）	買収企業（業種*）	備考
バル		1999 Tecnología y Servicios de Agua（水道サービス） 2002 Azurix México（水道サービス）	
グループ・メヒコ		1988 Mexicana de Cobre（非鉄金属鉱業） 1988 Mexicana de Acido Sulfúrico（非鉄金属鉱業） 1990 Cía. Mexicana de Cananea（非鉄金属鉱業） 1997 Ferrocarril Pacífico Norte de Chihuahua-Pacífico（鉄道）	民営化 民営化 民営化 民営化
モデロ			
ビンボー	[n.a.] Grupo Quan（乳業） 2001 Pasta Cora（食品）	1986 Continental de Alimentos（製パン） 1986 Molino Cuauhtémoc（製粉） 1986 Fábrica de Pan y Pasteles Previ（製パン） 1992 Galletas y Pastas（食品） 1993 Grupo Quan（乳業） 1994 Palitos Grissini（食品） 1995 Coronado（菓子） 2004 Joyco de México（菓子） 2004 Alimentos Duvao（菓子） 2004 Lolimen（菓子） 2005 Empresas Chocolates La Corona（菓子） 2005 Controladora y Administradora de Pasteles（製パン） 2006 El Molino（製パン）	後に売却 40%株式取得、 後に売却
ソリアーナ		2007 Gigante（小売業）	
サリナス		1993 Red Nacional de Televisión（テレビ放送） 1993 Televisión de Chihuahua（テレビ放送）	民営化 民営化

表3-3 のつづき

グループ名	売却企業（業種*）	買収企業（業種*）	備考
サリナス		1993 Cia. Operadora de Teatros（映画上映） 1993 Estudios Azteca（映画制作） 1999 Salinas y Rocha（小売業） 2003 Grupo Iusacell（携帯電話）	民営化 民営化
コメルシアル・メヒカーナ		1997 K marts' 店舗（小売業） 2003 Auchan México（小売業）	
リベルプール		1988 Fábrica de Francia（小売業）	
マベ		1987 IEMの家電部門（家電） 1988 Grupo Industrial Saltilloの洗濯機部門（家電） 1990 Confad（家電）	
テレビサ			
シグスックス	2004 Grupo Primex（プラスチック・合成ゴム原料）	1994 Conelec（金属製品） 1997 Zwanenberg de México（食品） 1997 Quesos Caperucita（乳業） 2003 Leo Y Snakey（食品） 2005 Voltrak（電力施設建設） 2006 IOESA（電力施設建設） 2007 Prosel（電気施設建設）	
ララ		1992 Pasterizadora de Durango（乳業） 2000 Leche Queen（乳業） 2000 Fábrica de Leche Suprema de Mazatlán（乳業） 2001 Leche Bell（乳業） 2003 Latinlac（乳業） 2003 Grupo Prolac del Sureste（乳業） 2004 Parmalat de México（乳業）	
コッペル		2002 Calzado Canadá（製靴） 2007 Crédito y Casa（与信）	
ビトロ	1997 Cydsa（化学製品） 1997 Materias Primas y Minería（土石採掘）	1985 Troqueles y Esmaltes（家電） 1986 Productos Domésticos Somex（家電）	後に売却 後に売却

表 3 - 3 のつづき

グループ名	売却企業（業種*）	買収企業（業種*）	備考
ビトロ	1997 Acero Porcelanizado（鍍金）	1986 Envases Cuautitlán（プラスチック製品）	後に売却 民営化、後に売却
	2000 Banca Serfin（銀行）	1992 Banca Serfin（銀行）	
	2002 Vitromatic（家電）	2007 PVA（ガラス）	
	2003 Envases Cuautitlán（プラスチック製品）		
	2004 Vitro OVF（ガラス）		
	2004 Vancan（金属製品）		
	2005 Plásticos Bosco（プラスチック製品）		
	2006 Química M（基礎化学物質）		
	2006 Vitrocrisa（ガラス）		
ビヒル		1991 Industrias CH（製鉄・金属製品）	合併による
		1993 Procarsa（金属製品）	
		1997 Cía. Mexicana de Perfiles y Tubos（金属製品）	
		1999 Grupo Ruvi（製鉄）	
		1999 Cía. Siderúrgica del Golfo（金属製品）	
		2001 Grupo Simec（製鉄）	
		2004 Grupo Sidenor のメキシコ資産（製鉄）	

（出所） 上場企業の有価証券報告書，四半期ごとの財務状況報告書，ホームページ情報などをもとに筆者作成。

（注） *活動業種はできる限り国際産業標準分類（ISIC Rev.4）の細分類（4桁）で示したが，詳細情報が入手できない場合，活動業種の幅が広い場合は，中分類（2桁），小分類（3桁）で示してある。

第3に企業買収の場合，同業種企業の買収が多いことである。たとえばセメックスのセメント，グルーマの製粉，グルーポ・メヒコの非鉄金属鉱業，ビンボーの食品，マベの家電，ララの乳業，ビヒルの製鉄・金属製品である。ビジネスグループが同業種の競争相手を買収したことで，各業種の集中度が

一気に高まった。

第4に企業買収の機会として民営化が重要性をもったことが、ここでも確認できる。

企業の売却・買収によってビジネスグループの事業多角化にも変化が生じた。表3-4にビジネスグループが1983年から2007年の間に撤退した業種、グループ内に1982年以前から変わらずに存続する業種、新規参入した業種を示した。新規参入した後に撤退した業種は網かけで示してある。活動業種は表1-3（45ページ）と対応させるために国際標準産業分類 Rev.4を用いている。表3-4をもとに、1982年から2007年までに多角化の類型がどう変化したかを、2007年の類型を示した図1-3（46ページ）に書き加えたものが図3-5である。下線付きが類型に変化のあったグループである。これらの図表からビジネスグループの多角化について次のような変化を読み取ることができる。まず、非関連業種への多角化については、1982年以降の新たな事例としては、関連業種ともみなせる金融部門へ進出したグループを別にすれば、新興グループのカルソ、サリナスに限られた。1982年までに非関連業種へ多角化していたアルファ、バル、フェムサの場合、前2つは活動業種を縮小させ、フェムサは非関連業種から関連業種への多角化へと転換した。1982年以降に広くみられたのは、1982年まで事業特化していたグループによる関連業種への多角化であった。グルーボ・メヒコは垂直統合による多角化を、セメックス、コメルシアル・メヒカーナ、リベルプールの3グループは範囲の経済による多角化を進めた。多くのグループが企業買収にあたって、非関連業種ではなく、既存業種とその関連業種での企業買収を選択したのは、競争力強化のために、それらの業種に資源を集中させる戦略をとったためであった。別言すれば、競争激化は相対的にリスクの高い非関連業種へ多角化する余裕をビジネスグループに与えなかった。メキシコのビジネスグループが非関連業種への多角化を積極的に進めたのは、1970年代後半の石油ブームの時期であった。メキシコで非関連業種に多角化するビジネスグループの数が少ないのは、以上のような経済環境の巡り合わせ、すなわち、短命に終わっ

表 3 - 4 20ビジネスグループの活動業種の変化 (1983~2007年)

グループ名	撤退	存続	新規参入
カルソ	12 (タバコ製品) 17 (製紙) 18 (印刷・製版) 20 (化学製品) 22 (ゴム・プラスチック製品) 23 (非金属鉱産物製品) 49 (陸上輸送)	66 (金融サービスの補佐事業)	07 (金属鉱業) 08 (石炭・石油・金属鉱物以外の採掘) 10 (食品) 12 (タバコ製品) 17 (製紙) 18 (印刷・製版) 20 (化学製品) 22 (ゴム・プラスチック製品) 23 (非金属鉱産物製品) 25 (金属製品) 27 (電気機械) 29 (自動車・トレーラー製造) 41 (建築業) 42 (土木建設業) 47 (小売業) 49 (陸上輸送) 56 (飲食サービス) 61 (通信業) 64 (保険・年金基金を除く金融業) 65 (保険・年金基金) 68 (不動産業)
		23 (非金属鉱産物)	46 (自動車・オートバイ以外の卸売業)
セメックス			
フェムサ	01 (農牧畜業) 03 (漁業・養殖) 10 (食品) 17 (製紙) 29 (自動車・トレーラー製造) 41 (建築業) 55 (ホテル業) 56 (飲食サービス業) 64 (保険・年金基金を除く金融業)	11 (飲料) 18 (印刷・製版) 23 (非金属鉱産物製品) 25 (金属製品) 27 (電気機械) 47 (小売業)	64 (保険・年金基金を除く金融業) 65 (保険・年金基金) 66 (金融サービスの補佐事業)

表3-4 のつづき

グループ名	撤退	存続	新規参入
フェムサ	65 (保険・年金基金) 66 (金融サービスの補佐事業)		
アルファ	17 (製紙) 24 (基礎金属) 25 (金属製品) 27 (電気機械) 28 (機械) 55 (ホテル業) 60 (放送業)	10 (食品) 20 (化学製品) 29 (自動車・トレーラー製造)	13 (繊維製品) 61 (通信業)
グルーマ		10 (食品) 28 (機械)	64 (保険・年金基金を除く金融業) 65 (保険・年金基金) 66 (金融サービスの補佐事業)
バル	11 (飲料)	07 (金属鉱業) 20 (化学製品) 23 (非金属鉱産物) 36 (水道サービス) 47 (小売業) 49 (陸上輸送) 64 (保険・年金基金を除く金融業) 65 (保険・年金基金)	68 (不動産業) 86 (医療)
グルーボ・メヒコ		07 (金属鉱業)	49 (陸上輸送)
モデロ		11 (飲料) 23 (非金属鉱産物) 28 (機械)	25 (金属製品)
ビンボー		10 (食品)	
ソリアーナ		47 (小売業)	
サリナス		47 (小売業)	60 (放送業) 61 (通信業) 64 (保険・年金基金を除く金融業) 65 (保険・年金基金)

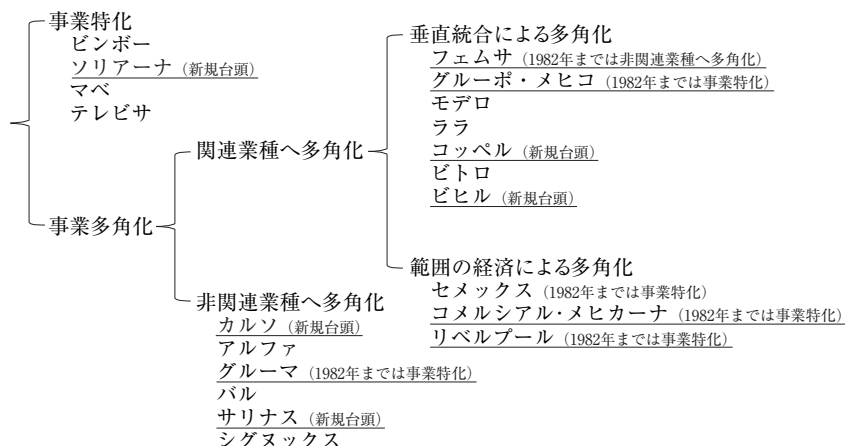
表 3 - 4 のつづき

グループ名	撤退	存続	新規参入
コメルシアル・メ ヒカーナ		47 (小売業)	56 (飲食サービス)
リベルプール		47 (小売業)	68 (不動産業)
マベ		27 (電気機械)	
テレビサ		60 (放送業)	
シグスックス	22 (ゴム・プラスチック製 品)	10 (食品) 25 (金属製品) 27 (電気機械) 29 (自動車・トレーラー製 造)	
ララ		10 (食品) 17 (製紙) 21 (薬品製造) 28 (機械)	
コッペル		47 (小売業)	64 (保険・年金基金を除く金融 業) 65 (保険・年金基金) 66 (金融サービスの補佐事業)
ビトロ	22 (ゴム・プラスチック製 品) 25 (金属製品) 27 (電気機械) 64 (保険・年金基金を除く金 融業) 65 (保険・年金基金) 66 (金融サービスの補佐事 業)	20 (化学製品) 23 (非金属鉱産物製品) 28 (機械)	22 (ゴム・プラスチック製品) 25 (金属製品) 27 (電気機械) 64 (保険・年金基金を除く金融 業) 65 (保険・年金基金) 66 (金融サービスの補佐事業)
ビヒル			24 (基礎金属) 25 (金属製品)

(出所) 上場企業の有価証券報告書、ホームページ情報、表 1-3、表 3-3 などをもとに筆者作成。

(注) 新規参入欄の網かけは、その後撤退したことを示す。

図3-5 ビジネスグループの1982年から2007年の多角化類型の変化



(出所) 筆者作成。

(注) 下線は新規台頭したか、類型に変化があったグループ。

た経済ブームとその後の競争環境の変化が大きく影響しているといえる。

3. 持株会社の設立と株式上場

ビジネスグループは1980年代後半以降、まず国内で活発な企業買収を行い、続いて1990年代に入ると海外でも企業買収を開始した。そのための主要な資金源は、国内、国外の証券市場での株式発行とユーロ債などの外貨建て社債の発行、海外の民間銀行からの融資であった。このうち海外での企業買収、株式上場、債券発行については、第5章のビジネスグループの国際的事業展開の検討のなかで触れることにして、以下においては未上場企業のメキシコ証券市場への上場について述べたい。

事業再編を目的とした資金調達のために、1980年代からビジネスグループの上場が相次いだ。表3-5にビジネスグループの上場企業の持株会社設立年と上場年を示した。表2-3(83ページ)にも同様のデータを載せたが、表2-3では各ビジネスグループの初めての上場年のみ示しているのに対し、

表3-5ではすべての傘下上場企業について上場年と持株会社設立年を示している。それによれば、1983年以降に初めて上場したビジネスグループは、上場年順に、グルーマ（1984年）、ソリアーナ（1987年）、コッペル（1988年）、カルソ（1990年）、サリナス（1991年）、コメルシアル・メヒカーナ（1991年）、テレビサ（1991年）、モデロ（1994年）であった。いずれのグループも上場に先立ち、持株会社を頂点とする階層的構造への組織構造の改編を行った。表が示すように、複数の企業を上場させるビジネスグループも存在した。カルソの場合、1980年代にはグループ・カルソ（Grupo Carso、証券市場の略号GCARSO）が唯一の頂点持株会社であったが、GCARSOから次々と事業が分割され、新設の持株会社のもとに移管された。すなわちGCARSOから1996年に電話事業がTELECOM、TELMEXとして、1999年に建設事業がCICSAとして分離独立し、さらにTELMEXからは2000年に携帯電話事業がAMXとして、そして2008年には海外電話事業がTELINTとして分離独立している。これとは別に1992年に金融部門の持株会社GFINBURが設立された。もとはGCARSOのもとに統合されていた事業の一部を引き継いで、新しい持株会社が次々と設立された理由としては、株式市場における新株発行による資金調達を増やすためという点が指摘できる。事実、これらの持株会社は設立後まもなくメキシコ証券市場に上場し、さらにTELMEX、AMX、TELINTは、後述のように、ニューヨーク市場にも上場した。頂点の持株会社のほかに中間持株会社を上場したのは、フェムサ（1993年KOF）、サリナス（1997年TVAZTCA）、テレビサ（2000年CABLE）であった。グルーマの場合は中間持株会社を上場した後（1984年MASECA）に、頂点持株会社（1991年GRUMA）を上場している。ちなみにララも1998年から1999年にかけて資金需要を満たすために上場を計画していたが、結局果たせずに、未上場のまま2007年に至っている¹³。

株式上場にあたりなぜ持株会社が設立され、なぜ傘下企業でなく持株会社の株式が上場されたのか。第1の点については、第1章で述べた持株会社の連結決算上のメリットと、グループ全体の経営効率化のメリットが指摘でき

表3-5 ビジネスグループの上場企業の持株会社設立年と上場年

グループ名	上場企業名	持株会社 の設立	上場年	備考
カルソ	América Móvil (AMX)	2000	2001	TELMEX から分離独立
	Carso Global Telecom (TELECOM)	1996	1996	TELEMEX から分離独立
	Teléfonos de México (TELMEX)	n.a.	1951	GCARSO から分離独立
	Telmex Internacional (TELINT)	2008	2008	TELEMEX から分離独立
	Grupo Carso (GCARSO)	1980	1990	
	Carso Infraestructura y Construcción (CICSA)	1999	2005	GCARSO から分離独立
	Grupo Financiero Inbursa (GFINBUR)	1992	1993	
セメックス	Cemex	n.a.	1976	
フェムサ	Fomento Económico Mexicano (FEMSA)	1936	1978	
	Coca-Cola FEMSA (KOF)	1991	1993	
アルファ	Alfa (ALFA)	1974	1978	
グルーマ	Grupo Financiero Banorte	1992	1992	
	Gruma (GRUMA)	1971	1991	
	Grupo Industrial Maseca (MASECA)	1981	1984	
バル	Industrias Peñoles (PEÑOLES)	1969	1961	
	Grupo Nacional Provincial (GNP)	1992	1946	
	Grupo Palacio de Hierro (GPH)	1960	1964	
グルーボ・メヒコ	Grupo México (GMEXICO)	1976	1978	
モデルロ	Grupo Modelo (GMODELO)	1991	1994	
ビンボー	Grupo Bimbo (BIMBO)	1966	1980	
ソリアーナ	Organización Soriana (SORIANA)	1986	1987	
サリナス	Grupo Elektra (ELEKTRA)	1988	1991	2003年に買収
	Grupo Iusacell (CEL)	n.a.	1999	
	TV Azteca (TVAZTCA)	1993	1997	
コメルシアル・ メヒカーナ	Controladora Comercial Mexicana (COMERCI)	1988	1991	
リベルプール	El Puerto de Liverpool (LIVEPOL)	1980	1965	
マベ	未上場	—	—	
テレビサ	Grupo Televisa (TLEVISA)	1990	1991	
	Cablevisión (CABLE)	1989	2000	
シグスックス	未上場 (社債を BMV で発行)	—	—	
ララ	未上場	—	—	
コッペル	未上場 (社債を BMV で発行)	n.a.	1988	2007年上場廃止
ビトロ	Vitro (VTRO)	1936	1976	
ビヒル	Industrias CH (ICH)	n.a.	1962	1991年に現支配株主が 買収
	Grupo Simec (SIMEC)	n.a.	1990	

(出所) 上場企業の有価証券報告書, ホームページ情報, などをもとに筆者作成。

(注) n.a. は出所不明。

る。第2の点については、傘下企業より持株会社を上場するメリットが大きかったためといえるが、考えられる理由としては、持株会社はビジネスグループの上場形態としてすでに市場で認知されていたこと、上場には監査、株式発行、年報作成などさまざまな費用がかかり、上場単位を傘下企業より大規模な持株会社にした方が費用対効果が上げられること⁽¹⁴⁾、などがあげられる。

1980年代後半以降、ビジネスグループが相次いで上場した理由として、資金需要の高まりというビジネスグループ側の事情に加えて、上場を促す証券市場側の条件が存在したことがある。第1に証券市場の急成長がある。先に述べたように、メキシコ政府の国債発行と内外資金の流入により、メキシコ証券市場は1980年代後半以降、未曾有の投資ブームを経験した。1987年秋のアメリカの株価暴落の影響を受けて、メキシコ市場でも株価が暴落したがすぐに回復した。1989年にメキシコをはじめとするラテンアメリカの債務問題解決のためのスキームとして、ブレディ・プランが実施されたためである。ブレディ・プランとは、累積債務をアメリカ財務省証券が保証する各国政府発行の国債に再構築するというものであった。債務再構築後、すぐに政府国債の二次市場が形成され、債権銀行の不良債権処理が可能となったことから、累積債務問題は決着のめどをつけた。それにより世界の投資家の新興市場に対する信用が回復し、投資ブームが再来した (Fostel and Kaminsky [2007: 6])。ブームは1994年12月のメキシコ通貨危機発生まで続いた。この時期の企業の上場行動を分析したババツ (G. Babatz) によれば、1994年にメキシコ株式市場の上場企業数は184社、うち69社が1987年以降に新規上場した企業で、株価はこの時期の企業の上場の最も重要な説明変数であった (Babatz [1998: 65, 81-82])。ビジネスグループの上場も同じ時期に集中しており、表3-5に示す32上場企業中、19企業が1987年以降の上場で、そのうち12企業の上場が1994年以前に集中していた。

ビジネスグループの上場を促した市場の側の第2の条件は、前述の、1989年に導入された中性投資制度であった。支配株主の経営支配権を脅かすこと

なく海外からの投資を呼び込むことが可能となるこの制度の導入が、元来閉鎖的なビジネスグループの上場を後押しする役割を果たした。多くのビジネスグループが中性投資証券を発行しており、その詳細は次章で検討する。

持株会社の設立と株式の上場、競争力強化の事業再編を進めることで、ビジネスグループの組織構造は、基本型あるいは複合型へと収斂していった。

むすびにかえて

1982年の対外債務累積問題の発生を契機に、メキシコでは保護体制の放棄と、経済グローバル化の世界の潮流への包摂の過程が始まった。競争環境の変化によって保護体制下で成長したビジネスグループの淘汰と再生、そして新興ビジネスグループの台頭が進んだ。1982年以降の時期は、メキシコの上位20のビジネスグループの3分の2が入れ替わるという、ビジネスグループにとっては激動の時代であった。

保護体制下で成長したビジネスグループの命運を、淘汰と再生に分けた要因は何であったか。本章の分析から次の2つの要因を指摘できる。第1に、対外債務問題の有無である。重債務を負ったグループの多くが上位ランキングから姿を消した。上位に残ったグループも、債務返済のための事業売却で規模を縮小させランキング順位を下げた。重債務を負わなかったグループは、事業再編を比較的迅速に進めることができた。第2の要因は、競争環境にあわせた事業再編を実施できたかどうかである。事業再編は主に企業の売却・買収により行われ、それによりビジネスグループの活動業種の幅が変化した。全般的傾向は、選択と集中、すなわち非優先事業の売却と既存事業、関連事業の強化であった。

ビジネスグループの事業再編を容易にした外的条件として、次の3点を指摘することができる。第1に、経済の転換期に特有のさまざまな企業買収の機会が存在したことである。経済不況や対外債務問題による企業の経営破綻、

国有化された銀行の所有株式の売却，公企業民営化など，1980年代から1990年代前半にかけて，企業の所有権が流動化する状況が生じた。このことが，第1・第2世代の企業買収による事業再編を容易にしたと同時に，新興グループの台頭を可能にする条件ともなった。

第2に，政府がビジネスグループの対外債務問題解決と事業再編を支援する政策をとったことである。対外債務問題については，FICORCAを設置しビジネスグループの対外債務を為替切下げリスクから保護する政策をとった。事業再編では，公企業民営化において，大規模公企業をビジネスグループに落札させることで，第1・第2世代の事業再編と新興グループの台頭を助けた。また外資法改正にあわせて，新しい制度として中性投資制度を導入したことにより，ビジネスグループの支配株主が経営支配を脅かされることなく海外からの投資資金の取り込みが可能となるようにした。このほか個別ビジネスグループへの支援としては，たとえばアルファへの救済融資，銀行持株買収の際のカルソへの肩入れなどがある。政府がビジネスグループ寄りの政策をとった理由として，次の点が考えられる。第1に危機的状況にある経済の再建のためには，民間部門の中核を成すビジネスグループの協力が不可欠であったことである。第2に経済危機と緊縮財政による支持基盤の労働者・農民のPRI離れで，政権が弱体化していたことである。そのためにビジネスグループの要求に応じやすい状況，あるいはその意向を反映した政策をとりやすい状況が生じていたことである。

第3に，事業再編の資金源に関連して，外部資金調達之道が開けたことである。ひとつは銀行国有化以降の証券市場の急成長である。続いて，対外債務問題が決着して以降，メキシコの投資先としての評価が上がり，海外証券市場での上場・起債や国際金融市場からの融資之道が開けたことであった。後者については，第5章で検討する。

対外債務問題の決着と事業再編を経て，ビジネスグループの何が変わったのか。保護体制期からの最も重要な変化は，上場により，家族による閉鎖的な所有が大幅に緩和されたことである。上場は事業再編のために巨額の資金

需要が生じたためであった。同時に折からの証券市場の急成長、投資先としてのメキシコの国際資本市場での評価の高まりが、ビジネスグループを株式公開へと誘引したためである。上場に先立ち持株会社を頂点とする階層構造への組織改編が行われ、持株会社の株式が上場された。その結果、ビジネスグループの組織構造の基本型あるいは複合型への収斂が進んだ。基本型が選択された理由としては、節税や、同族による経営支配上ならびに経営効率上の利点をもつこと、持株会社が制度的裏付けをもつ安定的な会社形態となっていたこと、先行事例が存在し証券市場においても認知された存在となっていたこと、などをあげることができる。

それでは上場により閉鎖的な所有を解いた同族は、どのような方法でビジネスグループを所有・経営支配しているのだろうか。次章での検討課題である。

〔注〕

- (1) 政府は当初賠償金の額を銀行の純資産を基礎に算出する予定であると発表したが、1982年12月の政権交代で決定は延期された。新しく成立したデラマドリー (De la Madrid) 政権は、修正した純資産額を用いた特別の算出法により賠償額を決定すると方針を変更し、算出法の詳細を発表しないまま、当初の予定より大幅に増額した賠償を実施した。またキャピタル・ゲインに対し免税の特別措置がとられた。
- (2) メキシコ通貨危機とその後の銀行システムの機能劣化については Edwards and Naim eds. [1997], Haber et al. [2008] の第4章が詳しい。
- (3) 出所は2004年11月26日、元大蔵省保険証券局長 (Director General de Seguros y Valores, SHCP) への聞き取り調査。
- (4) 他の方法としては、解散、廃止、統合、地方自治体などへの移転などがあった。民営化は全体のおよそ30%を占めるのみで、切り離された公企業の半数以上は解散または廃止された (星野 [1994: 4])。
- (5) Boeker ed. [1993] は、ラテンアメリカでは外資を呼び込むために民営化が実施されたとの認識を示している。この本に含まれた Petrazzini [1993] も、メキシコのいくつかの民営化の事例を検討し、取得者として外資の重要性を強調している。しかしそれはたまたま彼が取り上げた事例が、外資が関与する事例ばかりであったためである。メキシコに限っては、公企業取得者は、メキシコ人である場合が圧倒的に多かった。詳細は星野 [1994] 参照のこと。
- (6) 1985年9月12日のグルーポ・メヒコ (当時の名称は Grupo Industrial Minera

- México) における社長 (Director General) への聞き取り調査による。
- (7) 出所はビトロが同社の年報 (Vidro [1987]), セメックスがメキシコ証券取引所発行の四半期ごとの財務報告書 (Bolsa Mexicana de Valores [1987])。
 - (8) 融資は、政府系のインフラ整備を業務とする BANOBRAS (Banco Nacional de Obras y Servicios, 国立公共事業サービス銀行) が、創設以来48年間の融資総額の7%にも相当する金額を一部優遇金利で貸し付けたものである。銀行は、融資はメキシコの経済発展に貢献するプロジェクトへの投資のためであり、本来の業務から外れていないと説明したが、マスコミの報道では、アルファが債務返済負担の増加のために流動性不足に陥り、政府に支援を求めたという説が有力であった (星野 [1991: 112])。
 - (9) イルサ以外の傘下子会社については、持株会社を保証人とするものは、保証人への請求権を放棄し子会社と直接交渉すること、あるいは持株会社の債務への転換を債権者が選択すること、持株会社の保証のないものは、子会社が個別に交渉することとされた。主要子会社について交渉は1986年までに終了した (星野 [1991: 117])。
 - (10) 債務の資本化のほかに、債務額の減額も行われたとみられる (Expansión [1988: 39])。
 - (11) 出所は2003年度のフェムサの有価証券報告書 (Fomento Económico Mexicano [2004]) とメキシコ証券取引所発行の四半期ごとの財務報告書 (Bolsa Mexicana de Valores [1985b])。なお有価証券報告書の沿革説明では、1986年の設立当初から中間持株会社がエンプレックスの名称を用いたように叙述されているが、当時の新聞報道などからフェムサの名称で設立され、エンプレックスは旧フェムサの法人格を引き継いでいるとみられる。
 - (12) カルソの創業者カルロス・スリムは新聞インタビューで、1980年代には企業が投げ売りの状態で、驚くほどの安値で購入できたと述べている (*El Financiero*, oct. 19, 2009)。
 - (13) ララは1998年に上場を試みたが経済情勢に恵まれず果たせずに終わった。1999年にも上場の機会をうかがっていた。取締役会長は新聞のインタビューに、上場は経済情勢次第であると答えている (*Palabra*, mar. 22, 1999)。しかし結局、2007年まで上場していない。
 - (14) 多くのビジネスグループはメキシコ市場と同時にニューヨーク市場にも上場した。ニューヨーク市場への上場費用として、ババツは新規発行の固定費用25万ドル、変動費用が発行による収入の7%という数字を紹介している。高額な費用のために、ニューヨーク市場への上場には、一定の企業規模が必要であると述べている (Babatz [1998: 76-77])。